

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO**

**FECAP**

**CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO**

**MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**SILVIO LUIZ LEMOS SILVA**

**DISTRIBUIÇÃO DE VALOR AOS *STAKEHOLDERS* POR  
EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

**São Paulo**

**2019**

**SILVIO LUIZ LEMOS SILVA**

**DISTRIBUIÇÃO DE VALOR AOS *STAKEHOLDERS* POR EMPRESAS EM  
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares  
Penteado (FECAP) como requisito para a obtenção do título  
de Mestre em Administração.

**Orientador: Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero**

**São Paulo**

**2019**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO

Prof. Dr. Edison Simoni da Silva  
Reitor

Prof. Dr. Ronaldo Fróes de Carvalho  
Pró-Reitor de Graduação

Prof. Dr. Alexandre Sanches Garcia  
Pró-reitor de Pós-Graduação

### FICHA CATALOGRÁFICA

S586d	Silva, Silvio Luiz Lemos Distribuição de valor aos stakeholders por empresas em recuperação judicial/ Silvio Luiz Lemos Silva. - - São Paulo, 2019. 50 f. Orientador: Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero Artigo (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Centro Universitário Álvares Penteado – Programa de Mestrado Profissional em Administração. 1. Stakeholders. 2. Recuperação da empresa. 3. Empresas – Crises.
	<b>CDD 658.15</b>

Bibliotecária responsável: Iruama de O. da Silva, CRB-8/10268.

**SILVIO LUIZ LEMOS SILVA**

**DISTRIBUIÇÃO DE VALOR AOS *STAKEHOLDERS* POR EMPRESAS EM  
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

Artigo apresentado à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

**COMISSÃO JULGADORA:**

---

Profa. Dra. Keysa Manuela Cunha de Mascena  
Universidade de Fortaleza (UNIFOR) – Brasil

---

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) – Brasil

---

Prof. Dr. Edson Ricardo Barbero – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP) –  
Brasil. Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

**São Paulo, 26 de março de 2019.**

Dedico este trabalho à memória de meus pais, à minha amada esposa e filhas.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço imensamente a Deus pelas oportunidades recebidas nesta vida e, em especial, a oportunidade de me aperfeiçoar como pessoa por meio do estudo.

Agradeço imensamente a Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), Instituição que me recebeu para o Curso de Mestrado Profissional em Administração.

À minha família, aos meus pais, Gildo e Terezinha, à minha amada Tia Tereza, à minha esposa, companheira de toda a minha vida, e às minhas filhas, Marise, Larissa e Tuanny, por me amarem e cuidarem de mim todo o tempo.

Ao Professor Edson Barbero, meu orientador, por compartilhar seus conhecimentos de forma atenciosa e paciente, pela amizade e incentivo durante todo o tempo, deixando registrado ter sido uma honra e um privilégio.

À Professora Keysa de Mascena e aos Professores Vinicius Brunassi e Alexandre Di Miceli, que aceitaram gentilmente o convite para participarem da banca examinadora, dedicando seu tempo e conhecimento, oferecendo contribuições valiosas.

Aos meus professores do curso de Mestrado, pelos ensinamentos, dedicação, capacidade e disponibilidade em transmitir seus conhecimentos. Gratidão eterna.

Aos meus amigos, colegas de Mestrado, com quem tive a alegria de compartilhar os desafios do curso, e de quem recebi estímulo e apoio. Em especial, deixo registrado um agradecimento às queridas Yasmin e a Fernanda, pessoas especiais, que muito me ajudaram nesta trajetória.

Aos funcionários da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado (FECAP), especialmente à secretária do Mestrado, Amanda.

Ao Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI), da PUCSP, e à Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ), que disponibilizaram os dados que serviram para a formação da base de dados utilizada nesta pesquisa.

A todos os meus amigos, representados aqui na pessoa da Professora Silvia Helena e do amigo irmão Ademir Sica, aos quais dedico sinceras homenagens e profunda gratidão pelo incentivo e apoio constantes.

## **Distribuição de valor aos *stakeholders* por empresas em recuperação judicial.**

**Silvio Luiz Lemos Silva**  
Mestre em Administração  
E-mail: silvioleamosadv@gmail.com

### **Resumo**

Em síntese, para a Teoria dos *Stakeholders*, o objetivo da gestão das empresas é criar e distribuir valor de forma justa às partes interessadas, conciliando valores morais com a prática da atividade empresarial. O objetivo deste estudo é o de responder como empresas em Recuperação Judicial distribuem valor aos *Stakeholders*. Trata-se de uma pesquisa qualitativa, realizada a partir da coleta de documentos diretamente nos processos de recuperação judicial e posteriormente submetidos a técnicas de análise de conteúdo por meio indutivo, com apoio do *software* NVivo v12. A base de dados, construída especialmente para este estudo, foi estruturada a partir das informações recolhidas em 439 processos de Recuperação Judicial, que representam o conjunto dos processos de recuperação judicial ajuizados no período de 2015 a 2017 em todo o estado de São Paulo. Os resultados obtidos a partir da análise dos Planos de Recuperação permitem afirmar que o processo de distribuição de valor não ocorre de maneira equilibrada, havendo predominância de interesses dos acionistas em detrimento dos interesses dos demais grupos analisados: credores, funcionários, fornecedores e governo. Assim, podemos concluir que as empresas em Recuperação Judicial não possuem estratégias de gestão alinhadas aos princípios da teoria dos *Stakeholders*, o que leva ao desequilíbrio na distribuição de valor no processo de recuperação judicial. O estudo apresenta também informações sobre o perfil das empresas que compõem a amostra e o resultado de um levantamento quantitativo das propostas de renegociação da dívida apresentada pelas empresas a seus credores, contribuindo para melhor entendimento das circunstâncias que envolvem as relações havidas em um processo de recuperação judicial no Brasil e abrindo campo para realização de novos estudos.

**Palavras chaves:** *Stakeholders*. Recuperação Judicial. Distribuição de Valor. Empresas em Crise Financeira.

### Abstract

In summary, for Stakeholder Theory, the objective of corporate governance is to create and distribute value fairly to stakeholders, reconciling moral values with the practice of business activity. The purpose of this study is to answer how companies in Judicial Recovery distribute value to Stakeholders. This is a qualitative research, performed from the collection of documents directly in the judicial recovery processes and later submitted to content analysis techniques through inductive support, with the support of NVivo v12 *software*. The database, built especially for this study, was structured from the information collected in 439 Judicial Reorganization proceedings, which represent the set of judicial reorganization proceedings filed from 2015 to 2017 throughout the state of São Paulo. The results obtained from the analysis of the Recovery Plans allow us to affirm that the process of value distribution does not occur in a balanced way, with a predominance of shareholder interests over the interests of the other analyzed groups, Creditors, Employees, Suppliers and Government. Thus, we can conclude that companies in Judicial Recovery do not have management strategies aligned with the principles of Stakeholder theory, which leads to an imbalance in the distribution of value in the judicial recovery process. The study also presents information on the profile of the companies that make up the sample and the result of a quantitative survey of the debt renegotiation proposals presented by the companies to their creditors, contributing to a better understanding of the circumstances surrounding the relationships in a process. judicial recovery in Brazil and opening the field for further studies.

**Keywords:** Stakeholders. Judicial Recovery. Value Distribution. Companies in Financial Crisis.

## 1 Introdução

O campo de estudo a partir do qual este trabalho se desenvolve é o da Teoria dos *Stakeholders*, que se contrapõe à visão de que as empresas teriam apenas uma função-objetivo, qual seja, maximizar valor aos acionistas (Friedman, 1970; Jensen & Meckling, 1976).

O termo *Stakeholders* foi utilizado por Freeman (1984) para se referir a indivíduos ou grupos de indivíduos que afetam ou são afetados pelo alcance dos objetivos da empresa.

Na teoria dos *Stakeholders*, a função-objetivo da empresa deixa de ser exclusivamente atender os interesses de seus acionistas e passa a ser a de entender e administrar os interesses dos diferentes *Stakeholders*, de modo a resolver três problemas inerentes à atividade empresarial. O

primeiro deles, relacionado ao propósito da empresa, (1) como os valores são criados e distribuídos; o segundo problema, relacionado à responsabilidade da gestão em relação aos Stakeholders, (2) a conexão entre capitalismo e ética empresarial; (3) e, por fim, a criação de um modelo gerencial que irá permitir aos gerentes conciliar os dois primeiros problemas (Freeman, Harrison, Wicks, Parmar, & Colle, 2010).

A partir dos conceitos da teoria dos *Stakeholders*, a presente pesquisa busca analisar o processo de distribuição de valor nas empresas em crise financeira no Brasil, mais especificamente aquelas envolvidas em processos de Recuperação Judicial no período de 2015 a 2017.

Definimos empresas em crise financeira como sendo aquelas que enfrentam dificuldades de fluxo de caixa, ou seja, problemas relacionados à capacidade de pagamento, alavancagem ou restrição de crédito, e que não são necessariamente associados à ineficiência operacional (Wruck, 1990). Dessa forma, podemos inferir que empresas em crise financeira podem ser economicamente eficientes, desde que o valor de seus ativos seja maior em seu uso atual, e o custo de continuidade seja menor do que o seu custo de liquidação (Wang & Senbet, 2012).

Segundo dados incluídos do relatório “Indicadores Econômicos — 2019”, da Serasa Experian® (<https://www.serasaexperian.com.br/amplie-seus-conhecimentos/indicadores-economicos>, recuperado em 08 de março de 2019), no mês de agosto de 2018 existiam no Brasil 5,5 milhões de empresas inadimplentes, cuja soma dos apontamentos naquele birô de dados acumulava o valor de 126,3 bilhões de reais. Ainda segundo o mesmo relatório, no ano de 2018, 930 empresas tiveram sua falência decretada, o maior dos últimos 10 anos.

A pesquisa explorou o cenário composto pelos processos de Recuperação Judicial (RJ), solução jurídica que ganha cada vez mais relevância no Brasil e vem se constituindo caminho natural para empresas de diferentes setores econômicos e tamanho tentarem superar problemas de crise financeira.

A análise do processo de distribuição de valor nas empresas em RJ se deu a partir do conteúdo dos Planos de Recuperação Judicial (PR), o que permitiu o entendimento de como se dá o impacto de tais propostas em cada um dos grupos de *Stakeholders*.

Ao considerarmos o impacto positivo que estratégias de distribuição equilibrada de valor podem produzir no esforço de solução de crises financeiras das empresas, uma melhor compreensão de aspectos relacionados à gestão estratégica das empresas em RJ torna-se relevante,

ao mesmo tempo que oferece contribuições para o aperfeiçoamento do próprio mecanismo legal de recuperação judicial adotado no Brasil,

A literatura da Teoria dos *Stakeholders* apresenta diversos estudos que confirmam a relação entre o tratamento justo dos interesses dos *Stakeholders* e melhor desempenho empresarial, de modo que consideramos que o equilíbrio da relação com os *Stakeholders* permite que as empresas não apenas tenham melhor desempenho financeiro mas também a oportunidade de construção de vantagens competitivas (Donaldson & Preston, 1995; Freeman, Harrison, Bosse, & Phillips, 2010; Jones, 1995).

Neste estudo, “valor” será tratado como tudo aquilo que possa valer, ou seja, será considerado a partir de aspectos objetivos, como, por exemplo, a quantidade de trabalho envolvida nos custos de produção e, ao mesmo tempo, por aspectos subjetivos, ou seja, a partir da percepção de “valor” de cada um dos *Stakeholders* (Harrison & Wicks, 2013).

A análise da distribuição de valor será feita em relação à dimensão descritiva da Teoria dos *Stakeholders*, buscando identificar a existência de equilíbrio no relacionamento entre os grupos envolvidos no processo de Recuperação Judicial, levando em conta não apenas questões meramente econômicas mas também considerando aquelas ligadas à maneira de como as decisões foram tomadas, como a empresa tratou o interesse de “todos” os *Stakeholders* e a participação de cada um no processo decisório relacionado ao processo de RJ (Phillips, Freeman, & Wicks, 2003; Lind & Tyler, 1988).

O objetivo desta pesquisa é buscar identificar “Como empresas em recuperação judicial distribuem valor aos seus diferentes *Stakeholders*”; e a pergunta de pesquisa, na mesma linha é: “Como empresas em Recuperação Judicial distribuem valor aos seus *Stakeholders*?”.

Em virtude de a solução das crises financeiras nas empresas estarem predominantemente associadas a questões de natureza jurídica, não fomos capazes de encontrar sequer um trabalho que se ocupasse de estudar, sob a ótica da Teoria dos *Stakeholders*, a questão de distribuição de valor relacionada a empresas em recuperação judicial.

Assim, o presente estudo busca contribuir com a literatura relativa à Teoria dos *Stakeholders*, chamando atenção das empresas envolvidas em processos de recuperação financeira para aspectos relacionados à distribuição de valor, permitindo a formulação de estratégias mais eficazes, ao mesmo tempo que contribui com a literatura que trata do tema “Recuperação Judicial” ao observar a relação da empresa envolvida em processo de RJ e seus *Stakeholders*.

Os efeitos da globalização econômica se refletem na criação de um ambiente de negócios instável, permeado por crises locais que, por vezes, se espalham e contaminam a economia de outras nações. No Brasil, o período de crise econômica, que já dura há cinco anos, tem afetado as empresas dos mais diferentes tamanhos e setores, levando muitas delas à situação de crise financeira. Esse cenário, por si só, confere a relevância e a oportunidade que se espera de um trabalho acadêmico, tornando oportuna a produção de material científico que ofereça elementos capazes de auxiliar empresas em crise financeira na formulação de estratégias que possam conduzi-las a uma efetiva recuperação viabilizando sua sobrevivência.

Este trabalho irá apresentar, na sequência, uma revisão teórica para, em seguida, expor a metodologia que será utilizada para responder à pergunta de pesquisa. Em um segundo momento, o trabalho será finalizado com a apresentação e discussão de resultados, ocasião em que serão apresentadas as conclusões.

## **2 Revisão Teórica**

A Revisão Teórica busca inicialmente apresentar aspectos relevantes do funcionamento da Recuperação Judicial, em cujo cenário se situa essa pesquisa. Na sequência, passaremos a tratar da Teoria dos *Stakeholders*, mais especificamente sobre (1) Gestão Estratégica orientada aos *Stakeholders* e desempenho financeiro, (2) distribuição de valor e (3) critérios de priorização dos *Stakeholders*.

### **2.1 Recuperação judicial**

Quando analisamos os diferentes modelos de legislação relacionados às empresas em crise financeira, podemos considerar que dois sistemas se destacam: os códigos de reorganização e os códigos de leilão. No primeiro, são oferecidas às empresas em crise financeira condições para renegociação da estrutura de seu capital, o que pode acontecer fora dos tribunais, como resultado de negociação direta entre a empresa devedora e seus credores; ou supervisionada, o que é mais comum, por meio de um processo judicial. Nesse modelo, o da reorganização, os credores têm influência limitada, e a administração que levou a empresa à crise financeira, salvo condições excepcionais, permanece à frente do negócio. Já nos códigos de leilão, os ativos da empresa são levados à venda em processo público, e o arrematante assume o controle, cabendo a ele decidir se a empresa será liquidada ou irá sobreviver (Hotchkiss, John, Mooradian, & Thorburn, 2008).

Os dois modelos — o da reorganização e o de leilão — apresentam aspectos positivos, como o reconhecimento do papel social da empresa nos modelos de reorganização e a rapidez da solução oferecida pelo modelo de leilão, mas a diferença mais importante entre eles é que a reorganização protege mais o direito dos acionistas, e o leilão, o direito dos credores.

Consideramos ainda que a eficiência da lei adotada em cada país, independentemente da matéria que trate, não está apenas relacionada à sua estrutura mas também à origem do sistema legal do país em que foi implementada, à eficiência do sistema judiciário, ao equilíbrio das instituições e a grau de desenvolvimento econômico (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998).

A atual Lei de Falência e Recuperação Judicial brasileira substituiu à época de sua edição o desgastado Decreto Lei 7.661 de 1945, pretendendo introduzir inovações que fossem capazes de preservar as empresas em crise financeira, considerando sua função social.

Os princípios da nova lei, que adota o modelo de reorganização, foram definidos no texto do seu artigo 47, que abre o seu Capítulo III.

A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica. (Lei 11.101, 2005).

### ***2.1.1 O processo de Recuperação Judicial da Lei 11.101/2005***

No Brasil, podem requerer RJ as empresas que tenham mais de dois anos de atividade e não tenham obtido a proteção da RJ nos últimos cinco anos anteriores ao pedido. O pedido de RJ suspende a exigibilidade dos débitos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos e não estejam sob o efeito da RJ os débitos tributários e as dívidas relativas a ações trabalhistas.

A Lei estabelece que, diante do pedido de RJ apresentado pela empresa devedora, o juiz deverá verificar se estão presentes os pressupostos de admissibilidade do pedido e, assim, deferir ou não o seu processamento.

Em seguida, o juiz nomeará um administrador judicial, que, sob sua fiscalização, será responsável pelo acompanhamento da composição do quadro de credores e pela fiscalização das atividades da empresa devedora, além de outras responsabilidades essenciais ao andamento do processo de RJ.

O Plano de Recuperação (PR) deverá ser elaborado pela empresa e juntado aos autos em até 60 dias contados da data da publicação da decisão que deferiu o processamento da RJ e deverá conter a discriminação pormenorizada dos meios que a empresa pretende adotar objetivando a sua recuperação, uma demonstração de viabilidade econômica, um laudo econômico financeiro, e outro, de avaliação de seus ativos, sendo que esses dois últimos devem ser elaborados por profissional habilitado ou empresa especializada.

Ao elaborar o seu PR, a empresa deverá informar quais meios irá utilizar para viabilizar sua recuperação, entre aqueles expressos no artigo 50 da Lei 11.101/05, ou outros meios possíveis, que não apenas os que são relacionados nos 16 incisos do artigo 50.

Tabela 1

**Artigo 50 Lei 11.101/05 – Meios de recuperação judicial.**

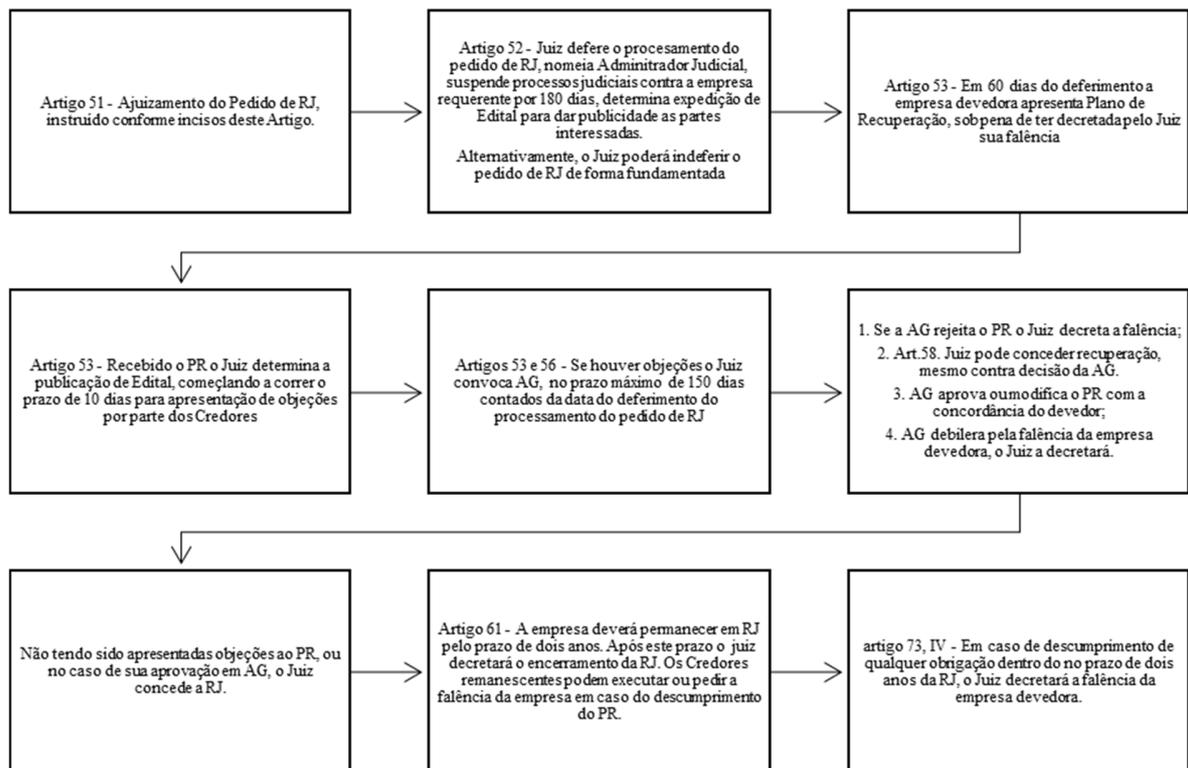
---

**Art. 50.** Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

---

- I - concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;
  - II - cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;
  - III - alteração do controle societário;
  - IV - substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;
  - V - concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;
  - VI - aumento de capital social;
  - VII - trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;
  - VIII - redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;
  - IX - dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;
  - X - constituição de sociedade de credores;
  - XI - venda parcial dos bens;
  - XII - equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;
  - XIII - usufruto da empresa;
  - XIV - administração compartilhada;
  - XV - emissão de valores mobiliários;
  - XVI - constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.
- 

*Nota:* Fonte. Quadro elaborado pelo autor a partir do texto do Artigo 50 da Lei 11.101/05.



**Figura 1.** Processamento da Recuperação Judicial – apresentação e análise do PR.

*Nota.* Fonte: Quadro elaborado pelo autor a partir do texto da Lei 11.101/05.

### 2.1.2 Os Stakeholders na RJ

No contexto deste estudo, a distribuição de valor foi considerada a partir do impacto da crise financeira e da participação no processo de RJ dos seguintes grupos de *Stakeholders*: (1) acionistas; (2) funcionários; (3) fornecedores; (4) credores; (5) governo.

#### *Acionistas*

Os acionistas na RJ são os titulares da ação de RJ, ou seja, são os acionistas que possuem legitimidade para propor o pedido de RJ ao Juiz. Durante todo o processo — salvo situações muito específicas e, portanto, incomuns —, mantêm o controle da administração do negócio, apresentam documentos e são responsáveis pela elaboração do Plano de Recuperação. O maior interesse dos acionistas é o da recuperação financeira da empresa, o que preservaria seu investimento e natural fonte de renda.

Os acionistas, em última análise, são os responsáveis pela decisão de distribuição ou de expropriação de valor no processo de RJ, visto serem eles os responsáveis pela gestão da empresa e a elaboração do PR.

### *Credores*

Na RJ, os credores são divididos em quatro classes distintas: 1 — Credores trabalhistas; 2 — Com garantia real; 3 — Quirografários e 4 — Micro e pequenas empresas, sendo que a eles compete examinar o PR apresentado pela empresa e dizer se concordam ou não.

No caso de qualquer um dos credores apresentar objeção ao PR, o juiz irá determinar ao Administrador Judicial, com meios fornecidos pela empresa, a realização de Assembléia Geral, com o objetivo de permitir à empresa devedora defender os termos e condições do PR apresentado, ao mesmo tempo oferecendo às partes credoras a oportunidade de eventualmente discutirem alternativas à proposta inicial.

A Lei 11.101/2005 estabelece as regras de votação, realizada em cada uma das Classes de Credores, devendo a proposta apresentada pela empresa ser aprovada em todas as quatro classes.

Aprovado o PR pelos credores, o processo seguirá para o juiz que concederá a RJ à empresa. No caso de o PR ser rejeitado pela Assembleia Geral de Credores, surgem duas possibilidades. Na primeira, o juiz decreta a falência da empresa ou, de forma motivada, contrariando a vontade dos credores, concede a RJ, impondo aos credores as condições do PR apresentadas pela empresa.

Os credores compõem o grupo que sofre o maior impacto no processo de recuperação financeira. Diferentemente de funcionários e fornecedores, são parte do processo e opinam sobre o conteúdo do PR. Entretanto, seus interesses não estão alinhados com os demais grupos, principalmente o dos acionistas, estabelecendo-se entre eles uma disputa que se reflete no baixo índice de recuperação das empresas em RJ (19,8%) e na demora da solução do pedido de RJ — em média dois anos — enquanto a lei fala em 180 dias.

O que se pode verificar nos autos dos processos é que o principal interesse dos credores, se não o único, é o de receber seus créditos, pouco se interessando na continuidade dos negócios, pois a liquidação da empresa pela decretação da quebra ou a execução de eventuais garantias pode ser uma solução, do ponto de vista econômico, mais vantajosa.

### ***Funcionários***

Em conformidade com Boaventura (2013), os funcionários compõem um grupo de *Stakeholders* que recebe atenção da administração da empresa, ao mesmo tempo que têm baixa participação no processo de criação de vantagem competitiva para a empresa. Analisando o contexto da RJ, os funcionários têm como principal interesse a manutenção do emprego, portanto a continuidade dos negócios, permanecendo assim com seus interesses alinhados aos dos acionistas, mas por razões diferentes. Os funcionários não votam em caso da realização de Assembleia de Credores e não encontramos indícios de que participem do processo de elaboração do PR.

### ***Fornecedores***

O grupo dos fornecedores, que não se deve confundir com o dos credores, tem interesse na continuidade da atividade empresarial, mas baixo comprometimento, pois exerce acompanhamento de risco em face da situação de restrição de crédito vivida pelas empresas em RJ.

### ***Governo***

O último grupo de interesse é o do governo, considerado no processo de RJ como credor de dívida tributária, quase sempre em fase de execução. O governo tem a garantia da continuidade dos processos de cobrança, ao mesmo tempo que deve se submeter, por força da Lei de Recuperação, a aceitar o parcelamento do valor total de seus créditos. O fato de não participar do processo de RJ coloca o governo à margem do processo, em uma posição passiva, sendo que seu interesse é receber a parte da dívida da empresa relacionada a tributos.

Feitas essas considerações, temos a definição dos Grupos de *Stakeholders* para este estudo: (1) ACIONISTAS; (2) FUNCIONÁRIOS; (3) FORNECEDORES; (4) CREDITORES e (5) GOVERNO.

## **2.2 Teoria dos *stakeholders***

O termo *Stakeholders* foi utilizado por Freeman (1984) no artigo que serviu de marco teórico para a Teoria dos *Stakeholders*, se referindo a indivíduos, ou grupos de indivíduos, que afetam ou são afetados pelo alcance dos objetivos da empresa.

A Teoria dos *Stakeholders* diverge da visão predominante na literatura sobre estratégia empresarial, que tipicamente não trata das conexões entre ética e resultados financeiros. Para ela os valores morais fazem parte do jeito de se fazerem negócios, e a gestão das empresas deve considerar e contemplar de forma justa os interesses de todos os *Stakeholders* (Freeman, 1994).

Segundo Freeman e McVea (2001) “A abordagem de *Stakeholder* é um processo de gestão estratégica e não um processo de planejamento estratégico”. Para os autores, enquanto o Planejamento Estratégico elabora planos de ação a partir da construção de cenários futuros, a Gestão Estratégica estabelece uma direção a ser seguida, considerando como suas decisões serão afetadas ou irão afetar o seu ambiente de negócios. No mesmo sentido, Phillips *et al.* (2003) afirmam que a Teoria dos *Stakeholders* oferece um modelo de “gestão organizacional e ética”, que relaciona os objetivos organizacionais e os métodos que serão utilizados para alcançá-los, defendendo que a ética deve fazer parte dos negócios das empresas.

A partir da década de 1990, a Teoria dos *Stakeholders* se fortaleceu em torno da discussão de duas questões centrais. A primeira, que dizia respeito ao entendimento do papel da empresa, levando gerentes a elaborarem um conceito de criação de valor compartilhado a partir da contribuição de seus *Stakeholders*. E uma segunda questão, que diz respeito à responsabilidade da administração da empresa com seus *Stakeholders*, especialmente no reconhecimento e atendimento de seus interesses (Freeman, 1994).

Segundo Donaldson e Preston (1995), podemos enxergar a Teoria dos *Stakeholders* a partir de três dimensões: (1) descritiva, (2) instrumental e (3) normativa. Em sua dimensão descritiva (1) a Teoria dos *Stakeholders* apresenta um modelo que descreve a empresa como um conjunto de relacionamentos entre grupos, com interesses algumas vezes divergentes, cuja relação deve ser equilibrada. A dimensão instrumental (2) tem caráter prático e ocorre quando o modelo é utilizado na gestão dos negócios. Por fim, a sua dimensão normativa (3) se manifesta quando do reconhecimento dos interesses dos *Stakeholders* e sua contribuição. Este trabalho, ao buscar analisar a distribuição de valor por empresas em RJ, se desenvolve na dimensão descritiva da Teoria dos *Stakeholders*.

Ainda que considere como objetivo principal da gestão de negócios aumentar valor para todos os *Stakeholders*, a Teoria dos *Stakeholders* não pretende ser contra acionistas. Nela os interesses dos acionistas e os lucros permanecem sendo considerados importantes. O que existe é que, para a Teoria dos *Stakeholders*, os acionistas não são detentores exclusivos do valor criado

pela atividade empresarial nem o lucro é o condutor do processo de criação de valor (Freeman, Wicks, & Parmar, 2004).

Ao nos dedicarmos ao estudo da questão da distribuição de valor, em especial para empresas em RJ, partimos do pressuposto da existência de impactos realmente positivos de adoção de uma gestão baseada na Teoria dos *Stakeholders* e desempenho empresarial, assunto objeto de diversos estudos empíricos e teóricos.

### **2.3 Gestão estratégica orientada aos *Stakeholders* e desempenho financeiro**

Considerando a Teoria dos *Stakeholders* como sendo uma proposta de gestão de negócios, torna-se relevante questionar o que se sabe acerca da relação entre uma gestão estratégica baseada na Teoria dos *Stakeholders* e desempenho financeiro, a fim de podermos determinar a sua importância para empresas em crise financeira.

De acordo com Phillips (2003), a melhora do desempenho financeiro de uma empresa está relacionada ao aumento do resultado obtido a partir da soma do valor total criado por cada um dos seus *Stakeholders*.

Choi e Wang (2009) realizaram estudo com 518 empresas americanas buscando entender a relação entre a qualidade da gestão dos interesses dos *Stakeholders* e a persistência da lucratividade. O estudo comprovou que empresas que já apresentavam uma boa relação com seus *Stakeholders* acabavam se recuperando mais rapidamente do que outras. Os autores trazem os casos da Chrysler e da indústria têxtil Malden Mills, duas empresas que passaram por crises financeiras e se recuperaram. A Chrysler, obtendo ajuda de seus fornecedores para reduzir seus custos de produção, o que lhe permitiu gerar caixa para poder investir no desenvolvimento de novos projetos e assim superar a crise que ameaçava sua sobrevivência, e a Malden Mills teve no apoio recebido por parte de funcionários, fornecedores, clientes e comunidade o fator principal do seu processo de recuperação.

A literatura da Teoria dos *Stakeholders* apresenta estudos importantes, que corroboram a tese da existência de uma relação positiva entre desempenho financeiro e gestão estratégia baseada na Teoria dos *Stakeholders*. No quadro a seguir enumeramos alguns desses artigos com o resumo de seus achados.

Tabela 2

**Relação entre gestão estratégica baseada na teoria dos *Stakeholders* x desempenho financeiro**

<b>Artigo</b>	<b>Autor(es)</b>	<b>Conclusão</b>
<i>Does Stakeholders orientation matter? The relationship between Stakeholder management models firm financial performance.</i>	Berman, Wickis, Kotha, & Jones (1999).	Os resultados demonstram que, sobretudo a qualidade do relacionamento com empregados e clientes (especialmente questões de segurança/qualidade do produto) têm impacto significativo no desempenho financeiro, comprovando a conexão entre o tratamento de uma dada parte interessada (como clientes /empregados) e desempenho financeiro.
<i>The Effects of Stakeholders Prioritization on Corporate Financial Performance: An empirical Investigation</i>	Boesso & Michelon (2011)	<p>Analisaram-se 188 empresas listadas na “<i>Best Corporate Citizens</i>” entre os anos de 2005 e 2007, encontrando evidências de que a priorização de <i>Stakeholders</i> está associada a aumento de desempenho competitivo das empresas.</p> <p>Boas relações já estabelecidas com partes interessadas internas podem facilitar a combinação de conhecimento e capacidades que estão espalhadas dentro da empresa, ao mesmo tempo que boas relações com partes interessadas externas podem permitir que a empresa acesse diversos conhecimentos e informações que podem contribuir para recuperar baixo desempenho financeiro.</p>
<i>Research Notes and Commentaries Stakeholders Relations and The Persistence of Corporate Financial Performance.</i>	Choi & Wang(2009).	<p>Sustenta-se a noção de que a gestão das partes interessadas contribui para o desempenho econômico bem-sucedido. Embora amplamente acreditada (e não patentemente imprecisa), é insuficiente para servir isoladamente como base para a teoria dos <i>Stakeholders</i>, que encontraria justificativa última em sua base normativa, ou seja, quando do reconhecimento dos interesses dos <i>Stakeholders</i> e sua contribuição.</p> <p>Explica-se a relação entre o gerenciamento de <i>Stakeholders</i> e a criação de valor e por que os comportamentos empresariais associados ao gerenciamento de <i>Stakeholders</i> funcionam para liberar potencial de criação de valor e quais são as condições que facilitam ou interrompem esse processo de criação, incluindo a teoria dos <i>Stakeholders</i> na discussão da competitividade e do desempenho das empresas.</p>
<i>The Stakeholder Theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications.</i>	Donaldson & Preston (1995).	
<i>Managing for Stakeholders, Stakeholders Utility Functions, and Competitive Advantage.</i>	Harrison, Bosse, & Phillips (2010).	
<i>Distribuição de valor para Stakeholders e desempenho financeiro corporativo</i>	Keysa (2018)	Conclui-se que, na amostra estudada, foi encontrada uma relação positiva entre distribuição de valor aos <i>Stakeholders</i> e maior desempenho financeiro (ROA). Empresas da amostra que buscaram equilíbrio na distribuição de valor incremental entre os <i>Stakeholders</i> primários obtiveram desempenho superior em relação às que priorizaram apenas alguns <i>Stakeholders</i> .

Continua

Artigo	Autor(es)	Conclusão
<i>Stakeholder management and corporate performance.</i>	Preston & Sapienza (1990).	Encontram-se dados consistentes com a Teoria dos <i>Stakeholders</i> , após analisar informações financeiras de indústria de abastecimento de água no Reino Unido no ano de 1989, e verificar a relação entre a melhora do relacionamento com clientes e retorno positivo aos acionistas.
<i>Firms of Endearment: How World-Class Companies Profit from Passion and Purpose.</i>	Sisodia, Wolfe, & Sheth (2007).	Analisando 17 empresas com padrões associados ao modelo de gestão baseado na Teoria dos <i>Stakeholders</i> , pode-se comprovar que essas empresas apresentavam índices de Retorno sobre Patrimônio e de Preços/Lucros, maiores que os das empresas do S&P 500, ao mesmo tempo que incorrem em riscos menores do que o mercado acionário Global.
<i>The corporate social performance-financial performance</i>	Waddock & Graves (1997).	Constata-se a relação entre Desempenho Social Corporativo (CSP) e Resultado Financeiro, e levanta a hipótese da existência de um círculo virtuoso entre CSP e um melhor desempenho financeiro.

Admitindo-se a relação positiva entre a Teoria dos *Stakeholders* e desempenho financeiro, podemos afirmar a importância da análise da questão de distribuição de valor para empresas em crise financeira, o que nos permite também considerar que empresas que possuam relações equilibradas com seus *Stakeholders* tenderão a agir de maneira justa e terão melhores chances de se recuperar.

## 2.4 Valor para os *Stakeholders*

Na teoria dos *Stakeholders*, o estudo da distribuição de valor deve ser precedido de uma necessária compreensão acerca do conceito de valor, elemento essencial presente na própria definição da teoria.

Segundo Harrison e Wicks (2013), o valor deve ser entendido de uma forma ampla, como sendo “qualquer coisa que possa valer”, podendo estar relacionado tanto a aspectos objetivos, como à quantidade de trabalho envolvida e aos seus custos de produção, como a aspectos subjetivos, como “felicidade” e “bem-estar”.

O valor pode ser determinado a partir de uma avaliação orientada por impressões pessoais de cada um dos indivíduos (valor subjetivo) ou por convenções e normas estabelecidas por determinado grupo social (valor objetivo). Temos ainda a possibilidade de analisá-lo a partir de sua

natureza intrínseca ou extrínseca. O valor intrínseco estaria relacionado às próprias características de um determinado bem, enquanto o valor extrínseco, à sua utilidade, ou seja, ao que ele pode proporcionar (Hausman & McPherson, 2006; Sen, 1987).

Assim temos que, para a Teoria dos *Stakeholders*, o valor transcende os aspectos meramente econômicos e fazem parte de uma relação dinâmica de troca, na qual os *Stakeholders* entregam valores em forma de recursos e serviços, que serão utilizados pela empresa, ao mesmo tempo que buscam ser recompensados pelo que contribuíram. Em nenhuma dessas situações de troca os valores serão considerados por sua natureza exclusivamente econômica, e, sim, por sua “utilidade” (Bosse, Phillips, & Harrison, 2009; Harrison & Wicks, 2013).

Assim, esta pesquisa procurará considerar valor não apenas por seu aspecto financeiro mas também, por sua natureza, àqueles relacionados a aspectos intangíveis, como participação no processo decisório e transparência.

## **2.5 Distribuição de valor para os *Stakeholders***

Para Reynolds, Schultz, e Hekman (2006), a eficiência da “distribuição de valor” acaba por impactar a própria capacidade de a empresa manter o apoio dos seus *Stakeholders*, condição necessária para viabilizar a sua própria sobrevivência (Clarkson, 1995).

Encontramos em Freeman (1984) que os gestores devem agir de maneira a balancear os interesses dos diferentes grupos de *Stakeholders*, cujas reivindicações podem ser, por vezes, concorrentes. Trata-se de um processo dinâmico de avaliação e de distribuição de valores que deve ser capaz de proporcionar equilíbrio às relações da empresa com seus *Stakeholders* (Reynolds, Schultz, & Hekman, 2006).

O conceito de “criação de valor” para a empresa está relacionado aos seguintes aspectos: (1) aumento de demanda; (2) melhora na eficiência; (3) maior inovação; (4) capacidade de adaptação a mudanças inesperadas (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). Já o Desempenho Corporativo está relacionado diretamente à quantidade de informação que a empresa possui sobre a função utilidade de seus *Stakeholders* (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010) e se resume à soma da “utilidade” que a empresa foi capaz de criar para seus *Stakeholders* em um determinado período (Phillips, 2003).

Já para os seus *Stakeholders*, a criação de valor está relacionada à expectativa do valor esperado que deve representar um retorno maior em face de sua relação com a empresa, quando

comparado com o que ele poderia esperar entregando os mesmos recursos em uma outra relação (Barney, 2011).

## 2.6 Justiça organizacional

Os modelos de gestão estratégica baseados na Teoria dos *Stakeholders* fortalecem a confiança deles no processo de justiça organizacional, de modo que se tornem dispostos a compartilhar informações que serão capazes de aumentar o volume de negócios, gerar inovações e preparar melhor a empresa para enfrentar situações inesperadas (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010). A percepção de Justiça é valorizada pelos *Stakeholders* que se sentem motivados a retribuir valor (Donaldson & Preston, 1995; Simon, 1966). Essa relação de confiança é construída a partir da noção de que cada *Stakeholders* tem aplicação, por parte da empresa, de princípios de Justiça Distributiva, Processual e Interacional (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

A Justiça Distributiva está relacionada à ideia de reciprocidade (Bosse, Phillips & Harrison, 2009) e se refere à forma pela qual o valor criado pela empresa em um determinado período é distribuído entre os seus diferentes *Stakeholders*. Alguns autores, entre eles Freeman (1984) e Phillips (2003) afirmam que a Justiça Distributiva deve oferecer às partes envolvidas a percepção de que os ganhos materiais auferidos refletem a melhor opção possível individualmente, e são justas em relação aos valores distribuídos aos demais *Stakeholders*.

A Justiça Distributiva é capaz de gerar um comportamento de reciprocidade por parte dos *Stakeholders* (Bosse, Phillips, & Harrison, 2009), fazendo com que os que oferecem maiores contribuições recebam as maiores partes do valor auferido pelas empresas em seus negócios (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

O Princípio de Justiça Processual, por sua vez, vai tratar da parte da Justiça não especificamente relacionada a aspectos materiais, e, sim, à percepção dos critérios adotados pela empresa ao distribuir valor aos seus *Stakeholders*. De acordo com Bosse, Phillips, e Harrison (2009) os *Stakeholders* são levados a analisarem aspectos vinculados ao processo de distribuição de valor em si, qual seja, aspectos relacionados à equidade das regras, transparência e à própria participação no processo decisório relacionado à distribuição de valor.

Por fim, temos a Justiça Interacional, que não está relacionada à reciprocidade nem aos critérios, mas à maneira como os *Stakeholders* foram tratados pela empresa quando da distribuição de valor (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010).

## **2.7 Critérios de priorização e definição dos Grupos de *Stakeholders***

Podemos separar os *Stakeholders* em dois grandes grupos. Os normativos — aqueles que se envolvem diretamente no negócio —, como funcionários, fornecedores, instituições financeiras e comunidades locais —, e os *Stakeholders* derivados, que não estão envolvidos diretamente com a operação, de modo que a empresa não tem para com eles nenhuma obrigação direta de ordem moral, como mídia, concorrentes, ativistas. Observa-se que os *Stakeholders* derivados podem prejudicar ou beneficiar a empresa e, por essa razão, devem ser considerados no processo decisório, mas não são destinatários do compromisso de criação de valor por parte da gestão das empresas (Phillips, 2003).

Não existe consenso na Teoria dos *Stakeholders* em torno de um critério único de sua priorização que se mostre capaz de, isoladamente, conduzir um processo de distribuição de valor que seja justo para as partes interessadas. Um dos caminhos que encontramos na Teoria é o da meritocracia, que prescreve a distribuição do valor de acordo com o mérito individual de cada *Stakeholders*, ou seja, não de forma igualitária, mas equitativa. Cada *um deles* seria contemplado na medida do que entregou, do risco que correu e do custo que suportou (Phillips, Freeman, & Wicks, 2003).

O resultado do estudo de Boaventura (2013), que analisa a distribuição de valor para diferentes grupos de *Stakeholders* em empresas brasileiras, identifica a existência de dominância de determinados grupos sobre outros na distribuição de valores. O estudo demonstra que o grupo dos acionistas, juntamente com o dos funcionários, se sobrepõe aos demais. Ao mesmo tempo, acionistas e funcionários apresentam pouca influência na performance corporativa das empresas, ocupando a penúltima posição entre todos os grupos de *Stakeholders*, condição que contraria a ideia da meritocracia defendida por Phillips (2003).

Outra maneira de priorizar as demandas dos *Stakeholders* é apresentada por Mitchell, Bradley e Donna (1997), que sugerem uma abordagem baseada na percepção da “saliência” das demandas dos *Stakeholders*. Segundo os autores, os gerentes devem identificar os seguintes atributos dos *Stakeholders*, em um dado momento: (1) o “poder” que ele exerce sobre a

organização; (2) a sua “legitimidade”, relacionada ao aspecto normativo de sua relação com a empresa; (3) “urgência”, que é a variável capaz de capturar a dinâmica das relações dos *Stakeholders* e determinar quando uma determinada reivindicação é importante e sensível à questão tempo.



**Figura 2.** Tipologia dos *Stakeholders* a partir de atributos de poder, legitimidade e urgência.

Fonte: Adaptado de “Toward a theory of *stakeholder* identification and salience: Defining the principle of who and what really counts,” de R. Mitchell, R. Bradley e J. Donna, 1997, p.21.

A escala se desenvolve em direção de menor para maior prioridade, dos *Stakeholders* detentores dos três atributos ao mesmo tempo. (1) adormecido: tem poder, mas não tem legitimidade nem urgência; (2) discricionário: tem legitimidade, mas não tem poder nem urgência; (3) exigente: tem urgência, mas não tem poder nem legitimidade; (4) dominante: tem poder e legitimidade, mas não tem urgência; (5) perigoso: tem poder e urgência, mas não tem legitimidade; (6) dependente: tem poder e urgência, mas não tem legitimidade; (7) definitivo: possui urgência, poder e legitimidade.

Dadas as particularidades do objetivo da pesquisa, ao se propor estudar empresas no âmbito de processos de recuperação judicial, consideramos analisar os *Stakeholders* que compõem o conjunto daqueles que impactam diretamente o processo de recuperação financeira das empresas em RJ: acionistas, funcionários, fornecedores, governo e credores, observando que esses últimos compõem um grupo autônomo com papel e interesses distintos dos demais.

### **3 Método**

O presente trabalho trata-se de uma pesquisa que tem como objetivo responder à seguinte questão: “Como ocorre o processo de distribuição de valor entre os diferentes grupos de *Stakeholders* por empresas em Recuperação Judicial?”.

Trata-se de uma pesquisa descritiva, que se desenvolve na forma de um estudo qualitativo realizado a partir de base de dados de fonte primária. A análise foi feita pelo método indutivo, com a aplicação de técnicas de análise de conteúdo.

Conforme nos explica (Gil, 2008, p. 28) “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”. A pesquisa descritiva utiliza técnicas de coletas de dados, sem interferência do pesquisador, na qual as características de um determinado fenômeno que se queira observar constituem o principal objeto da pesquisa (Gil, 2002). Essas características da pesquisa descritiva justificam a sua escolha para este estudo como a mais adequada.

Oportuno observar (Gil, 2008) que, na busca de estabelecer a natureza de uma relação, a pesquisa descritiva acaba em alguns casos se aproximando de uma pesquisa explicativa, ou ainda de uma pesquisa do tipo exploratória. Isso ocorre principalmente quando seu resultado proporciona nova visão sobre um determinado fenômeno. Dessa maneira, não nos parece exatamente preciso classificarmos esta pesquisa como meramente descritiva.

Segundo Martins e Theophilo (2016), a técnica de Avaliação Qualitativa se mostra adequada quando se pretende “entender a complexidade e a interação de elementos relacionados ao objeto de estudo”. Tratada como pesquisa naturalística, a pesquisa qualitativa se vale de dados coletados em ambiente natural e tem no pesquisador seu elemento mais importante. Suas principais características são: (1) utilização de dados descritivos; (2) preocupação com o processo; (3) análise de caráter intuitivo e (4) preocupação com o significado (Martins & Theophilo, 2016).

#### **3.1 Estratégia de pesquisa**

A estratégia utilizada é a do estudo de caso realizado a partir de pesquisa documental, que forneceu os dados que permitiram: (1) resumir os fatos observáveis; (2) construir um objeto ideal para pesquisa; (3) construir a base para observação e explicação dos fatos (Abbgnano, 1970; Martins & Theophilo, 2016).

### 3.2 Coleta de dados

A base de dados utilizada na pesquisa foi construída a partir do estudo denominado “Observatório da Insolvência”, realizado em regime de parceria pelo Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI), da PUCSP, e a Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ). Esse estudo, realizado entre fevereiro e junho de 2018, coletou dados de 906 processos de RJ, distribuídos nas Comarcas do Estado de São Paulo, de janeiro de 2010 à julho de 2017.

#### 3.2.1 Amostra

Em um primeiro momento, realizamos um corte na base de dados do Observatório de Insolvência, fixando, para fins desta pesquisa, o período compreendido entre janeiro de 2015 e julho de 2017, reduzindo a amostra para 439 empresas. Em seguida, verificamos em cada um dos 439 processos aqueles em que a empresa chegou a apresentar plano de recuperação. Chegamos então a 298 empresas.

Para entender melhor o universo das empresas que buscaram a proteção judicial com a intenção de conseguirem se recuperar financeiramente, dividimos a amostra por tamanho de empresa e setor de atividade, cujo resultado consta da Tabela 3.

Podemos verificar que há maior incidência de indústrias (40,9%) da amostra e empresas de porte médio, com faturamento acima e 4,8 milhões até 300 milhões (65,8%).

Tabela 3  
**Distribuição da amostra por setor e tamanho**

SETOR/ PORTE	AGRONEGÓCIO		INDUSTRIA		CONSTRUÇÃO		COMÉRCIO		SERVIÇOS		TOTAL	
	QTDE	%	QTDE	%	QTDE	%	QTDE	%	QTDE	%	QTDE	%
Micro/ Pequena	6	46,2%	31	25,4%	4	17,4%	32	38,6%	20	35,1%	93	31,2%
Médias	6	46,2%	87	71,3%	19	82,6%	49	59,0%	35	61,4%	196	65,8%
Grandes	1	7,7%	4	3,3%	0	-	2	2,4%	2	3,5%	9	3,0%
<b>Total</b>	<b>13</b>	<b>100%</b>	<b>122</b>	<b>100%</b>	<b>23</b>	<b>100%</b>	<b>83</b>	<b>100%</b>	<b>57</b>	<b>100%</b>	<b>298</b>	<b>100%</b>
<b>Total Geral</b>		<b>4,4%</b>		<b>40,9%</b>		<b>7,7%</b>		<b>27,9%</b>		<b>19,1%</b>		<b>100%</b>

*Nota.* Fonte: Quadro elaborado pelo autor a partir da base de dados utilizada para a pesquisa. Setores considerados pelo IBGE e porte segundo faturamento anual – classificação do BNDES – Micro e Pequenas: até 4,8 milhões; Médias, de R\$ 4,8 milhões a 300 milhões; Grandes – acima de R\$ 300 milhões.

Ao se decidir pela coleta de dados apenas do período de 2015 a 2017, intencionamos captar os efeitos da mais recente crise econômica do país, cujos impactos passam a ser sentidos pelas empresas a partir de meados do ano de 2014.

### **3.2.2 Plano de Recuperação Judicial (PR)**

O documento utilizado para a pesquisa é o “Plano de Recuperação Judicial”, documento previsto no artigo 53 da Lei 11.101/2005.

Por determinação da própria Lei, o Plano de Recuperação Judicial deve ser elaborado e apresentado pela empresa devedora no prazo de 60 dias da data em que o juiz defere o processamento do Pedido de Recuperação Judicial, e deve conter as informações a seguir.

Tabela 4

#### **Requisitos legais do Plano de Recuperação Judicial – art. 53, Lei 11.101/05**

---

Artigo 53, inciso I – Discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados;

---

Artigo 53, inciso II – Demonstração de sua viabilidade econômica;

---

Artigo 53, inciso III – Laudo econômico-financeiro e de avaliação dos bens e ativos do devedor.

---

Nas leituras exploratórias, foi possível verificar que a estrutura do texto dos PR, exceto os das empresas micro e pequenas, apresentam a seguinte estrutura: (1) objetivos; (2) histórico da empresa; (3) causas da crise; (4) medidas a serem adotadas; (5) análise de viabilidade; (6) proposta aos credores; (7) conclusão.

Dessa forma, para adequar o texto aos objetivos desta pesquisa, os textos dos PR não foram considerados na íntegra, tendo sido excluídas partes que não tratavam de objetivos e gestão estratégica, cujo conteúdo não interessa à pesquisa, ou seja, foram mantidos os capítulos que tratavam dos objetivos, medidas a serem adotadas e proposta aos credores.

### **3.3 Método de pesquisa documental**

A pesquisa documental foi realizada pelo método de coleta de dados de fonte primária, realizada diretamente nos autos dos processos judiciais previamente selecionados, observando se tratarem de processos eletrônicos, de modo que os documentos encontram-se digitalizados em formato PDF e foram convertidos em formato documento para a pesquisa de frequência de palavras.

### ***3.3.1 Técnicas de análise de conteúdo***

A análise foi baseada no raciocínio indutivo, que parte da observação de fatos e procura compará-los a fim de se chegar a uma conclusão (Gil, 2008). Por se tratar de uma pesquisa de natureza qualitativa, foi realizada a partir da formulação de questões analíticas que permitiram a descoberta de informações a partir do material coletado, cabendo ao pesquisador o desafio de criar constructos que facilitem a compreensão do fenômeno estudado Martins e Theophilo (2016).

Serão considerados dados qualitativos obtidos a partir de: (1) trechos de documentos (Planos de Recuperação Judicial); (2) dados consolidados com mais riqueza de detalhes (tabelas).

### ***3.3.2 Análise documental — Análise temática do texto***

A técnica de estudo de conteúdo de documentos (Bardin, 2011) adotada neste trabalho propõe que sejam estabelecidos os componentes capazes de traduzir os interesses de cada um dos grupos de *Stakeholders*, que chamaremos de ATITUDES VALORIZADAS, identificando expressões que possam determinar a ocorrência de cada um desses “componentes” nos documentos que compõem a amostra.

A autora sugere que, ao mesmo tempo, se estabeleçam componentes que ameçam os interesses de cada um dos grupos de *Stakeholders*, que chamaremos de ATITUDES REJEITADAS, identificando igualmente expressões que possam determinar a sua ocorrência.

O processo de categorização das atitudes valorizadas e desvalorizadas não pode ser realizado a partir de fontes teóricas, dada a particularidade do presente estudo, tendo sido construído pelo pesquisador a partir de leituras exploratórias e a identificação e categorização dos interesses de cada um dos grupos de *Stakeholders* impactados pelo processo de RJ.

Assim, estabeleceu-se para os fins desta pesquisa a seguinte categorização das atitudes que, identificadas nos textos dos PR, possam ser consideradas valorizadas e desvalorizadas pelos *Stakeholders* (Tabela 5).

Tabela 5

**Quadro de Distribuição para análise temática do texto dos Planos de Recuperação.**

GRUPOS <i>STAKEHOLDERS</i>	Atitudes Valorizadas	Componentes	Expressões
CREDORES	Receberem seus créditos	Pagamento	“pagamento” “transparência” “informação” “comunicação”
ACIONISTAS	Recuperação Financeira	Recuperação financeira	“abatimento” “desconto” “novos negócios”
FUNCIONÁRIOS	Manutenção da atividade empresarial	Manutenção do emprego	“informação” “justiça” “transparência” “novos negócios” “parceria” “comunicação” “compartilhamento” “Stakeholders”
FORNECEDORES	Manutenção da atividade empresarial	Recuperação financeira	“informação” “justiça” “transparência” “novos negócios” “parceria” “comunicação” “compartilhamento” “Stakeholders”
GOVERNO	Manutenção da atividade empresarial	Recuperação financeira	“informação” “Justiça” “Transparência” “novos negócios” “Stakeholders”
GRUPOS <i>STAKEHOLDERS</i>	Desinteresse	Componentes	Expressões
CREDORES	Não recebimento de seus créditos	Concessão de descontos e prazo.	“desconto” “prazo” “novos negócios”
ACIONISTAS	Falência	Falência	“compartilha-mento” “Stakeholders”

*Nota.* Fonte: Recuperado de “Análise de conteúdo”, de L. Bardin, 2011.

Após a compilação dos dados, eles foram decompostos com o auxílio do *software NVIVO v12*, permitindo que pudesse ser identificada a frequência de cada uma das expressões relacionadas

á ocorrência de cada um dos elementos de interesse de cada Grupo de *Stakeholders*, e assim possibilitar a análise da distribuição de valor.

Os resultados obtidos com a análise temática do texto das RJ foram confirmados pela pesquisa de frequência de palavras (análise temática), de frequência de palavras e de expressões relacionadas a justiça organizacional (Tabela 6 e Tabela 7).

Tabela 6

**Quadro de Expressões — Base para análise temática do texto dos Planos de Recuperação**

COMPARTILHAMENTO	COMUNICAÇÃO	DESCONTO OU ABATIMENTO	INFORMAÇÃO
JUSTIÇA	NOVOS NEGÓCIOS	PAGAMENTO	PARCERIA
PARTICIPAÇÃO	STAKEHOLDERS	TRANSPARÊNCIA	

**3.3.3 Análise qualitativa da distribuição de valor entre Stakeholders (aspectos relacionados à Justiça Distributiva e Processual)**

Como vimos anteriormente, a Justiça Organizacional encontra-se apoiada não apenas em “aspectos distributivos” relacionados diretamente a questões econômicas mas também em “aspectos de Justiça Processual”, relacionados a questões de natureza abstrata, tais como precepção de justiça, participação no processo decisório, reconhecimento, transparência, prestação de contas e outros aspectos que igualmente afetam os interesses dos diferentes grupos de *Stakeholders* e determinam a forma de a empresa distribuir valor (Bosse, Phillips & Harrison, 2009).

Dessa forma, nossa análise se estende no intento de identificar questões relacionadas também à Justiça Processual, o que será feito a partir de técnica de análise temática dos documentos, isolando algumas medidas específicas relacionadas à Justiça Processual observando o resultado da contagem de frequência de expressões relacionadas.

Tabela 7

**Expressões de medida de Justiça Processual e Distributiva**

TIPO DE JUSTIÇA	Expressões
Distributiva	“pagamento”, “desconto ou abatimento”, “novos negócios”
Processual	“ <i>Stakeholders</i> ”, “Participação”, “Compartilhamento” “Informação”, “Transparência”, “Parceria”, “Comunicação”, “Justiça”,

Essas expressões refletem a idéia de Justiça Processual e Distributiva, de modo que, verificando a incidência de cada uma delas nos planos de Recuperação Judicial, poderemos encontrar elementos que irão nortear a análise dos resultados.

#### **3.3.4 Análise da distribuição de valor ao grupo de credores (Justiça Distributiva)**

Com o objetivo de capturar aspectos relativos à Justiça Distributiva, o estudo determinou o conteúdo das propostas de renegociação aos 298 Credores. Esse aspecto se mostrou relevante diante da constatação de que a gestão estratégica apresentada nos PR se sustentava basicamente nas propostas de renegociação da dívida da empresa, tornando-se fator determinante para se estabelecer a maneira da distribuição de valor.

O levantamento permitiu que fossem encontradas informações precisas a respeito das propostas de renegociação da dívida, como prazo de carência, prazo de pagamento e desconto, por classe de credores.

### **3.4 Definição dos grupos dos *Stakeholders***

No contexto deste estudo, a distribuição de valor foi considerada a partir do impacto da crise financeira e da participação no processo de RJ dos seguintes grupos de *Stakeholders*: (1) acionistas; (2) funcionários; (3) fornecedores; (4) credores; (5) governo.

Os acionistas são considerados como responsáveis pela decisão de distribuição e de expropriação de valor no curso do processo, visto serem eles os responsáveis pela gestão da empresa e a elaboração do PR. O principal interesse dos acionistas está relacionado à manutenção da atividade empresarial, portanto à recuperação financeira da empresa.

Os funcionários, de acordo com o resultado da pesquisa realizada por Boaventura (2013), compõem um grupo de *Stakeholders*, que é responsável por um baixo impacto na criação de vantagem competitiva para a empresa. No processo de RJ, ele tem como principal interesse a manutenção do emprego, portanto a continuidade dos negócios, permanecendo alinhado aos acionistas por razões diferentes.

O grupo dos fornecedores, que não se deve confundir com o dos credores, tem interesse na continuidade da atividade empresarial, mas baixo comprometimento, pois exerce acompanhamento de risco, em face de situação de restrição de crédito vivida pelas empresas em RJ.

Os credores compõem o grupo que sofre o maior impacto no processo de recuperação financeira; diferentemente de funcionários e fornecedores, são parte do processo e opinam sobre o

conteúdo do PR. Entretanto, seus interesses não estão alinhados com os demais grupos, principalmente com o dos acionistas, estabelecendo-se entre eles uma disputa que se reflete no baixo índice de recuperação das empresas em RJ (19,8%) e na demora da solução do pedido de RJ — em média dois anos — enquanto a Lei fala em 180 dias.

O que se pode verificar dos autos dos processos é que o principal interesse dos credores, se não o único, é o de receber seus créditos, pouco se interessando sobre a continuidade dos negócios, pois a liquidação da empresa pela decretação da quebra ou a execução de eventuais garantias pode ser uma solução, do ponto de vista econômico, mais vantajosa.

O último grupo de interesse é o do governo, considerado no processo de RJ como credor de dívida tributária, quase sempre em fase de execução. O governo tem a garantia da continuidade dos processos de cobrança, ao mesmo tempo que deve se submeter, por força da Lei de Recuperação, a aceitar o parcelamento do valor total de seus créditos. O fato de não participar do processo de RJ coloca o governo à margem do processo, em uma posição passiva, sendo que o seu interesse é o de receber a parte da dívida da empresa relacionada a tributos.

Feitas essas considerações, temos a definição dos Grupos de *Stakeholders* para este estudo: (1) ACIONISTAS; (2) FUNCIONÁRIOS; (3) FORNECEDORES; (4) CREDORES e (5) GOVERNO.

Necessário se faz observar que não foram considerados para os fins deste estudo os grupos de *Stakeholders* que não estão envolvidos diretamente com a operação da empresa ou no processo de RJ, pois não são destinatários do compromisso de distribuição de valor por parte da gestão das empresa (Phillips, 2003).

#### **4 Apresentação e Análise dos Resultados**

Neste capítulo serão apresentados os resultados da decodificação dos dados que compõem a amostra e a análise do seu conteúdo buscando compreender como as empresas em RJ distribuem valor aos seus *Stakeholders*.

Segundo Bardin (1977), a análise de conteúdo, técnica utilizada neste estudo, tem por objetivo a manipulação dos dados contidos na amostra para evidenciar indicadores que permitam ao pesquisador realizar inferências a respeito do texto.

Inicialmente serão apresentados os resultados da Análise Temática dos textos das RJ, realizada por meio da associação de palavras relacionadas a atitudes valorizadas e atitudes

desvalorizadas pelos diferentes grupos de *Stakeholders*, permitindo que se possa identificar no conteúdo dos textos dos PR quais são os *Stakeholders* que recebem maior atenção quanto às atitudes que se relacionam com seus interesses.

Em seguida serão apresentados os resultados do levantamento de frequência de palavras e de termos como forma de validar os resultados da análise temática.

Pretendendo analisar os objetivos e questões relacionadas à gestão estratégica, serão apresentados resultados de pesquisa do texto de 15 PR.

Complementando o capítulo, será apresentado o resultado da pesquisa relativamente às propostas de renegociação da dívida dos credores feitas pelas empresas para se estabelecer a maneira como se relacionam acionistas e credores.

#### 4.1 Análise temática do texto dos PR — Atitudes valorizadas e rejeitadas.

A análise temática dos textos dos PR permite que sejam aferidas algumas hipóteses adiantadas de modo intuitivo no início da pesquisa (Bardin, 1977). Assim, consideramos que maior ou menor frequência de determinadas expressões possibilitam a análise de questões relativas ao objeto da pesquisa.

A pesquisa foi realizada em uma amostra de 152 PR, dos 298 que compõem a base de dados e os resultados apresentados na Tabela 8 e 9.

Tabela 8

#### Análise Temática – Frequências de palavras de aspectos valorizados pelos Grupos de *Stakeholders*.

GRUPOS <i>STAKEHOLDERS</i>	INTERESSE PRINCIPAL	COMPONENTES PRINCIPAL	EXPRESSÕES	FREQUÊNCIA	% DO TOTAL DAS OBSERVAÇÕES (6.180)
CREDORES	Receberem seus créditos	Pagamento	“pagamento”	5040	81,6%
			“transparência”	44	0,7%
			“informação”	99	1,6%
			“comunicação”	68	1,1%
			<b>MÉDIA</b>	<b>1.312,75</b>	<b>21,25%</b>

Continua

					Conclusão
GRUPOS <i>STAKEHOLDERS</i>	INTERESSE PRINCIPAL	COMPONENTES PRINCIPAL	EXPRESSÕES	FREQUÊNCIA	% DO TOTAL DAS OBSERVAÇÕES (6.180)
ACIONISTAS	Recuperação Financeira	Recuperação Financeira	“abatimento” e “desconto”	181	2,9%
			“novos negó- cios	100	1,6%
			<b>MÉDIA</b>	<b>140,5</b>	<b>2,25%</b>
FUNCIONÁRIOS, FORNECEDORES E GOVERNO	Manutenção da atividade Empresarial	Recuperação Financeira	“informação”	99	1,6%
			“justiça”	200	3,2%
			“transparência”	44	0,7%
			“novos negócios”	264	4,3%
			“parceria”	109	1,8%
			“comunicação”	68	1,1%
			“compartilha- mento”	1	-
“ <i>Stakeholders</i> ”	25	0,4%			
<b>MÉDIA</b>	<b>195</b>	<b>1,63%</b>			

Fonte: o autor, a partir da base de dados e com uso do *software* Nvivo v. 12.

Em relação à pesquisa de frequência de expressões relacionadas a atitudes valorizadas por cada grupo de *Stakeholders*, observamos que a expressão “pagamento” apresenta elevada frequência nos textos dos PR, sendo encontrada em 91,4% deles, sendo que o número de vezes que aparece nos textos corresponde a 81,6% do total das vezes que as expressões pesquisadas foram encontradas. Esse resultado coloca a questão do pagamento da dívida no centro da discussão dos PR, indicando que a relação da empresa com os seus credores, em face de necessidade de se equacionar a questão da sua dívida, monopoliza o interesse dos administradores exposto no texto dos PR.

Se considerarmos que os interesses dos credores não estão alinhados com os da empresa, pois os primeiros estão interessados no recebimento de seus créditos, não se importando com a continuidade da atividade empresarial, podemos identificar a existência de uma relação pendular, ou seja, o que é bom aos acionistas não é bom para os credores.

É de se esperar que, nesse cenário, a questão da distribuição de valor aos credores e acionistas impacta os demais grupos de *Stakeholders* e, muito provavelmente, é a responsável pelo baixo índice de recuperação financeira das empresas em RJ.

Em relação aos grupos de Stakeholders dos fornecedores e empregados, podemos observar que as expressões que se relacionam com seus interesses são encontradas em apenas 29,8 % dos PR e representam apenas 1,6 % do total geral da frequência das palavras pesquisadas.

Por fim, a baixa incidência de expressões como “transparência” (17,8%), “parceria” (28,9%) e a própria expressão “Stakeholders” (17,8%), todas relacionadas a aspectos de justiça processual, indica que a distribuição de valor por empresas em RJ não segue os princípios da teoria dos *Stakeholders*.

Tabela 9

**Análise temática — frequência de palavras de aspectos rejeitados pelos Grupos de Stakeholders.**

GRUPOS STAKEHOLDERS	INTERESSE PRINCIPAL	COMPONENTES PRINCIPAL	EXPRESSÕES	FREQUÊNCIA	% DO TOTAL DAS OBSERVAÇÕES (6.180)
CREDORES	“Não” receberem seus créditos	Falência e Concessão de descontos e Prazos	“abatimento” e “descontos”	181	2,9%
			“novos negócios”	100	1,6%
			<b>MÉDIA</b>	<b>140,5</b>	<b>2,25%</b>
ACIONISTAS	Falência	Falência	“compartilha- mento”	1	-
			“Stakeholders”	25	0,4%
			<b>MÉDIA</b>	<b>140,5</b>	<b>2,25%</b>

Fonte: o autor, a partir da base de dados e com uso do *software* Nvivo v. 12.

A análise dos resultados das expressões relacionadas a atitudes rejeitadas, com expressões como “abatimento e desconto” (37,5%) e “novos negócios” (65,8%) presentes no texto dos PR das empresas em RJ, confirmam que são os credores que recebem o maior impacto da gestão estratégica das empresas em recuperação judicial.

Esses primeiros resultados permitem identificar que a gestão estratégica das empresas em RJ, no que se refere à distribuição de valores aos *Stakeholders*, encontra-se centrada na questão do pagamento da dívida e, por essa razão, trata-se de interesses quase exclusivos dos grupos de credores e acionistas, deixando em segundo plano funcionários, fornecedores e governo.

Podemos afirmar ainda que, no processo de RJ, a relação entre credores e acionistas é a chave para se identificar a natureza do processo de distribuição de valor.

O governo é considerado na sua relação com a empresa em crise financeira por sua condição de credor dos tributos não pagos em período anterior à data do pedido de RJ. Ocorre que a dívida tributária da empresa não é alcançada pelo processo de recuperação e, assim sendo, o governo, por seus órgãos de arrecadação de tributos, não é parte no processo de RJ.

Entretanto, a lei impõe às Fazendas Públicas, titulares de créditos tributários, a criação de programas de refinanciamento de dívidas, específicas para empresas em RJ e que, na sua formulação, não venham a inviabilizar sua recuperação da empresa.

Nesse contexto, as Fazendas Públicas não acompanham o processo de RJ e, por essa razão, não exercem qualquer poder de veto às condições apresentadas pela empresa no PR.

#### ***4.1.1 Pesquisa de frequência de palavras***

Com a intenção de validar os resultados da análise temática, que aponta a concentração de interesses das empresas em recuperação na relação com os credores, obtivemos os dados relativos à frequência de palavras, utilizando o *software* NVivo v12, cujos resultados são apresentados na Tabela 10.

A representação gráfica do resultado da pesquisa (Figura 3), permite observar que é em torno da questão da dívida da empresa que se concentra a atenção dos administradores.

Esses resultados confirmam a abordagem baseada na percepção de saliência como forma de determinar a prioridade de um determinado grupo de *Stakeholders* apresentado por Mitchell, Bradley e Donna (1997). Segundo os autores, os administradores devem identificar o quanto cada grupo de *Stakeholders*, em um dado momento, pode exercer poder sobre a organização, qual sua legitimidade e urgência.

No processo de RJ, fica evidente que são os credores que possuem tais atributos de saliência, tanto pela sua influência no processo de aprovação do PR quanto na sua legitimidade e interesse em receber seus créditos.



**Figura 3.** Nuvem de palavras (30 palavras, maior nº frequência)

Tabela 10  
Pesquisa de frequência de palavras

	Palavra	Contagem	Percentual ponderado (%)	Palavras similares
1	credores	7638	16,4%	credor, credores
2	pagamento	5040	10,8%	pagamento, pagamentos
3	créditos	4316	9,2%	crédito, créditos
4	empresa	3885	8,3%	empresa, empresas
5	valor	2752	5,9%	valor, valore, valores
6	recuperanda	1789	3,8%	recuperanda, recuperandas
7	financeira	1508	3,2%	financeira, financeiras
8	caixa	1213	2,6%	caixa, caixas
9	proposta	966	2,1%	proposta, propostas
10	mercado	963	2,1%	mercado, mercados
11	medidas	922	2,0%	medida, medidas
12	conforme	919	2,0%	compliance, configure, conforme,
13	parcelas	910	1,9%	parcela, parcelas
14	juros	909	1,9%	juro, juros
15	garantia	885	1,9%	garantia, garantias
16	venda	847	1,8%	venda, vendas
17	sujeitos	844	1,8%	sujeito, sujeitos
18	financeiro	842	1,8%	financeiros
19	dívida	837	1,8%	dívidas
20	condições	824	1,8%	Condições
21	custos	808	1,7%	custo, custos
22	classe	1605	3,4%	classe, classes

**Continua**

<b>Conclusão</b>				
23	trabalhistas	773	1,7%	trabalhista, trabalhistas
24	recursos	721	1,5%	recurso, recursos
25	ativos	718	1,5%	ativo, ativos
26	produtos	686	1,5%	produto, produtos
27	resultados	677	1,5%	resultado, resultados
28	obrigações	664	1,4%	Obrigações
29	acordo	618	1,3%	acordo, acordos
30	sociedade	590	1,3%	sociedade, sociedades
<b>TOTAL</b>		<b>46.669</b>		

Fonte: autor, em 152 PR – apoio *software* NVivo V12.

Observa-se na tabela 10 acima, que a palavra credores é a que mais aparece nos textos dos PR: 7.638 vezes, e corresponde a 16,4% do total observado entre as 30 expressões mais frequentes. Outras expressões relacionadas à questão da dívida, como pagamentos, créditos, empresa, valor, financeira, caixa e proposta, apresentam elevada frequência.

De outro lado, expressões relacionadas a interesses aos demais *Stakeholders*, funcionários, fornecedores, governo e acionistas, não aparecem na lista das 30 mais frequentes.

As evidências colhidas diretamente dos textos dos PR apontam no sentido da priorização nos PR do grupo de credores, o que indica uma situação de desequilíbrio na distribuição de valor, que precisa ser considerada sob aspectos de Justiça Organizacional.

#### **4.2 Resultado e análise de frequência de termos – Justiça Organizacional**

Apesar de não ser o objetivo central do estudo, a questão da Justiça Organizacional acaba refletindo diretamente na distribuição de valor, de modo que, a partir da categorização de expressões e a busca de sua frequência no texto dos PR, procuramos elementos relacionados a aspectos de Justiça Processual e Justiça Distributiva.

Dados os resultados apresentados na tabela abaixo, podemos ao menos inferir que expressões relacionadas a aspectos de Justiça Distributiva são consideradas mais vezes (64,9%) do que aqueles relacionados a Justiça Processual (27,71%).

Os modelos de gestão estratégica baseados na Teoria dos *Stakeholders* fortalecem a confiança dos *Stakeholders* no processo de Justiça organizacional (Harrison, Bosse, & Phillips, 2010), sendo que a percepção de justiça é valorizada pelos *Stakeholders*, que se sentem motivados a retribuir valor (Donaldson & Preston, 1995; Simon, 1966).

O número baixo de PR em que são encontradas expressões relacionadas à Justiça Processual, (27,7%), e mesmo aquelas relacionadas à justiça organizacional em seu aspecto distributivo, (64,9%), indicam que as estratégias adotadas pelas empresas em recuperação judicial não são capazes de gerar confiança nos *Stakeholders*.

Tabela 11  
Tabela de expressões de medida de Justiça Processual e Distributiva

TIPO DE JUSTIÇA		EXPRESSÕES			
Distributiva (64,9%)*		“pagamento”, “desconto ou abatimento”, “novos negócios”			
Processual (27,71%)*		“ <i>Stakeholders</i> ”, “Participação”, “Compartilhamento” “Informação”, “Transparência”, “Parceria”, “Comunicação”, “Justiça”,			
QTDE INCIDÊNCIA DAS EXPRESSÕES/QUANTIDADE DE PLANOS DE RECUPERAÇÃO					
COMPARTILHAMENTO 1/1	COMUNICAÇÃO 43/68	DESCONTO OU ABATIMENTO 57/181	INFORMAÇÃO 47/99		
JUSTIÇA 76/200	NOVOS NEGÓCIOS 100/264	PAGAMENTO 139/5040	PARCERIA 44/109		
PARTICIPAÇÃO 78/149	STAKEHOLDERS 21/25	TRANSPARÊNCIA 27/44			

Nota.: \* percentual do número total de vezes em que as palavras pesquisadas foram encontradas no texto dos PR. Fonte: elaborada pelo autor com o apoio do *software* NVivo v12, a partir do texto de 152 PR.

### **4.3 Análise de Texto dos PR quanto aos objetivos e gestão estratégica.**

A análise do texto dos PR foi organizada de forma que fossem recolhidos elementos que pudessem esclarecer questões relacionadas a objetivos e estratégia/gestão das empresas em RJ, e que pudessem indicar a forma de criação e distribuição de valor nos processos de RJ.

#### **4.3.1 Objetivos**

Quanto aos objetivos declarados pelas empresas, a análise de conteúdo dos PR confirma que a relação da empresa com seus credores recebe mais atenção dos administradores. Em um dos PR encontramos:

*“O principal objetivo do presente instrumento é estabelecer metas e obrigações à empresa recuperanda que atendam ao interesse comum de credores considerando sua diferenciação, e concomitantemente sejam factíveis em sua execução.”*

No mesmo sentido:

*“A recuperação do Grupo Santos tem como premissa trabalhar e aperfeiçoar a eficácia operacional da empresa, com o fito de pagar seus credores, o que se traduz em prover resultado suficiente, ao longo dos anos, para quitar com a integralidade de suas obrigações.”*

*“É indispensável que as recuperandas possam, no âmbito da recuperação judicial e dentro dos limites estabelecidos pela Lei e por este Plano, reestruturar as dívidas contraídas perante os credores concursais. As empresas elaboraram uma forma de pagamento aos credores sujeitos e, dentro dos limites legais aplicáveis também buscarão a renegociação do endividamento junto a credores não sujeitos à recuperação judicial, ressalvando, no entanto, que a renegociação com os credores não sujeitos somente será concretizada mediante acordos específicos entre as recuperandas e os referidos credores, conforme aplicável (no entanto, para fins de clareza e transparência, tal fato é mencionado neste Plano). Com base nos números do laudo econômico-financeiro, as recuperandas se utilizaram, entre outros recursos, de prazos e condições especiais para o pagamento de cada um dos credores, conforme previsto na cláusula 6.4 adiante.”*

### 4.3.2 Gestão Estratégica

Quanto a questões relacionadas às estratégias adotadas pelas empresas em recuperação, pudemos observar que, da mesma forma dos levantamentos anteriores, na quase totalidade dos PR, encontramos a discussão da questão financeira, conforme podemos constatar nos trechos abaixo transcritos, extraídos da base de dados.

*“O meio adotado para fazer frente à situação de liquidez insustentável foi o alongamento dos prazos de pagamento aos credores.”*

*“Assim, com a profissionalização da empresa, também caberá à empresa reestruturar suas finanças, reduzindo sua alavancagem, e, se o caso desmobilizando-se, com a venda de ativos.”*

*“Assim sendo, de modo a minimizar a premente necessidade de capital de giro, seja pela necessidade de desalavancagem, seja ainda pela escassez de crédito para empresas em RECUPERAÇÃO JUDICIAL, isto tudo aliado à atual crise de liquidez que afunda a economia do Brasil, de rigor, a implementação da presente FASE I, que é um “DOWNSIZING” com algumas soluções da própria Lei 11.101 de 2005, especialmente, a concessão de prazos diferenciados para pagamentos e equalização dos encargos a partir do pedido de recuperação judicial, nos termos do previsto no artigo 50, I e XII supra.”*

*“A curto prazo, o processo envolve demissões, achatamento da estrutura organizacional, reestruturação, redução de custos e racionalização. A longo prazo, espera-se que revitalize a empresa com a expansão do seu mercado, desenvolva melhores serviços, melhore o moral dos funcionários, modernize a empresa e, principalmente, a mantenha enxuta, de forma que as práticas burocráticas não venham a se instalar novamente, uma vez amenizadas as pressões. O downsizing requer um projeto de racionalização planejado e de acordo com a visão estratégica dos negócios, as metas globais da organização e a partir da definição clara de seus objetivos.”*

A análise do texto dos PR reforça a hipótese de que os credores são conduzidos ao centro do processo controlado pelos acionistas, que são os responsáveis pelas decisões de distribuição de valor, e que, de outro lado, fornecedores, funcionários e governo desempenham papel secundário, não se destinando a eles parte do valor eventualmente criado no processo de RJ.

#### 4.4 Das propostas de renegociação da dívida

Encontramos em Freeman (1984) que os gestores devem agir de maneira a balancear os interesses dos diferentes grupos de *Stakeholders*, cujas reivindicações podem ser por vezes concorrentes. Trata-se de um processo dinâmico de avaliação e de distribuição de valores, que deve ser capaz de proporcionar equilíbrio nas relações da empresa com seus *Stakeholders* (Reynolds, Schultz, & Hekman, 2006).

Os resultados até este momento mostram que a dívida é a maior preocupação da empresa na formulação de suas estratégias, o que coloca no centro da questão da distribuição de valores, acionistas e credores.

Passamos então a analisar qual o teor das propostas de renegociação apresentadas nos PR, o que irá esclarecer a questão da justiça distributiva em relação ao grupo dos credores. Para tanto, fomos pesquisar no texto os 298 PR que compõem a amostra do estudo, mais especificamente na parte em que as empresas apresentam suas propostas de renegociação da dívida.

Na pesquisa levantamos dados acerca dos prazos de carência, prazos de pagamento e o percentual de abatimento das dívidas, cujos resultados são apresentados na Tabela 12.

Os resultados comprovam que os acionistas propõem a expropriação de valores dos credores, em média de pouco menos da metade do valor da dívida, com prazos de pagamento superiores a 10 anos e carência para o início do pagamento das parcelas, de pouco mais de 18 meses.

Observamos que, além da renegociação da dívida dos credores, medida presente em todos os PR, as propostas mais comuns são de venda de ativos e leilão reverso.

Por essa razão, podemos concluir a existência de desequilíbrio na distribuição de valor aos *Stakeholders* por empresas em RJ, diante da expropriação de valor proposta aos credores e do fato de que eles, credores, que suportam a maior quota de sacrifício no processo de RJ, não se beneficiam de eventual sucesso no processo de reestruturação financeira.

Tabela 12

**Proposta das empresas nos PR — prazos médios de pagamento e carência e descontos**

	CARÊNCIA	PRAZO PGTO.	DESCONTO
Credores Classe II	18,7	123,0	48,3%
Credores Classe III e IV	18,5	126,6	49,3%

*Nota.* Prazo de carência e pagamento em meses. Credores Classe II – Credores com Garantia Real; Credores Classes III e IV são aqueles quirografários e micro e pequena empresas, respectivamente. A partir dos PR da amostra – 298.

O resultado da pesquisa demonstrou claramente que os credores sofrem expropriação de valor de sus créditos, ao mesmo tempo que são os que possuem o menor interesse em receber o valor eventualmente criado na recuperação, pois não mantêm mais relações comerciais com as empresas.

Os acionistas, em sentido contrário, controlam o processo de RJ, mantendo o poder de administração do negócio e se constituem os destinatários quase que exclusivos do valor criado pelas empresas.

Segundo ainda o resultado do estudo realizado pelo NEPI, da PUCSP, e da ABJ, 84,5% das empresas em RJ possuem dívidas trabalhistas, sendo que elas apresentam propostas de quitação desses créditos no prazo médio de um ano, sendo raras as propostas de desconto.

Alguns dados encontrados no transcorrer da pesquisa ajudam a compor o cenário da RJ no Brasil.

No estado de São Paulo, das empresas que ajuizaram pedido de recuperação judicial de 2010 a 2018, apenas 18,2% delas conseguiram efetivamente se recuperar, sendo que 24,8 % tiveram sua quebra decretada, e as restantes 57% permanecem com sua situação não solucionada.

Segundo dados do estudo “Observatório da Insolvência”, do Núcleo de Estudos de Processos de Insolvência (NEPI), da PUCSP e da Associação Brasileira de Jurimetria (ABJ), o prazo médio para a concessão da RJ é de dois anos.

O tamanho total da dívida das empresas que compõem a amostra é de R\$ 10,4 bilhões, média de 54 milhões por empresa.

Essa situação, como um todo, causa profundo desequilíbrio na distribuição de valor por parte das empresas, enfraquecendo a sua relação com os seus *Stakeholders*, o que justificaria a baixa efetividade do processo de RJ, visto que, no estado de São Paulo, das empresas que ajuizaram pedido de recuperação judicial de 2010 a 2018, apenas 18,2% delas conseguiram efetivamente se recuperar.

As informações coletadas nos PR, associadas ao baixo número de empresas recuperadas, corroboram os estudos que defendem a tese de que o desempenho financeiro superior está associado a aspectos de Justiça Organizacional.

## 5 Conclusão

O objetivo desta pesquisa foi o de responder como as empresas em recuperação judicial distribuem valor a seus *Stakeholders*. Para fins de análise, foi construída uma base de dados constituída de documentos coletados diretamente nos autos de todos os processos de RJ ajuizados no Estado de São Paulo, no período de janeiro de 2015 à julho de 2017. Os PR foram analisados a partir de técnicas de análise de documentos e submetidos a investigação de caráter exploratória.

Os resultados demonstram que não existe equilíbrio na distribuição de valor entre os grupos de Stakeholders considerados, indicando a priorização do grupo dos credores, provavelmente em face da presença de aspectos de saliência na sua relação com a empresa, o que confirma os resultados dos estudos de Mitchell, Bradley e Donna (1997), que sugerem uma abordagem baseada na percepção da “saliência” das demandas dos *Stakeholders*.

Os resultados contrariam o conceito de que cada *Stakeholders* seria contemplado na medida do que entregou, do risco que correu e do custo que suportou (Phillips, Freeman, & Wicks, 2003), pois os credores, caso seja concedida a RJ, assumem o risco de não receberem seus créditos e, por isso, suportam um abatimento em seus créditos.

Quando comparado ao resultado do estudo de Boaventura (2013), que analisou a distribuição de valor para diferentes grupos de *Stakeholders* em empresas brasileiras, identificando a existência de dominância dos grupos dos acionistas e funcionários sobre os demais, dados a particularidade da situação das empresas em RJ e o papel dos credores, os resultados deste estudo confirmam a dominância dos acionistas, mas não dos funcionários.

Identificou-se que são os acionistas os responsáveis pelas decisões de gestão estratégica que servem de base para a elaboração do PR. De outro lado, são apresentadas aos credores propostas de renegociação das dívidas, que incluem pesados descontos e parcelamentos que superam a casa dos 10 anos, fatores que tornam absolutamente desproporcional o que se pede a eles em termos de expropriação de valor e o que os demais grupos acabam entregando.

Essa condição acaba impactando negativamente a qualidade da relação entre acionistas e credores, que lutam por seus interesses divergentes no curso do processo, protelando a solução e outras tantas vezes levando as empresas à quebra.

Conclui-se que a distribuição de valor em empresas em recuperação judicial ocorre de maneira desequilibrada, não se adotando os princípios de gestão estratégica da teoria dos *Stakeholders*.

Quanto a funcionários, fornecedores e governo, por não serem parte no processo de recuperação judicial, exercem papel de absoluta neutralidade, não tendo nenhum desempenho específico no processo de RJ.

O baixo índice de empresas que se recuperaram (18,2%) corrobora a conclusão do estudo de que a distribuição de valor é injusta, alinhada com o resultado de estudos realizados no campo da Teoria dos *Stakeholders*, que apontam para a existência de uma relação direta entre a prática de Justiça Organizacional e desempenho financeiro superior.

Atualmente há no Congresso Nacional, em discussão, Projeto de Lei que altera a Lei 11.101/2005, buscando aperfeiçoá-la, permitindo maior efetividade ao processo de recuperação de empresas em crise. Espera-se que a questão da distribuição de valor e a consideração dos interesses dos *Stakeholders* possam ser tidas em conta de modo a aperfeiçoar a formulação da gestão estratégica dessas empresas.

Como contribuição adicional, consideramos que a criação de mecanismos que limitem os descontos e prazos, a imposição de práticas mais responsáveis em relação às dívidas tributárias e emprego e garantia aos novos fornecedores possam trazer efetivamente justiça ao processo de criação e distribuição de valor no bojo do processo de RJ.

Comungamos com a ideia de que a empresa em crise financeira deve ser viável, e não viabilizada às custas de sacrifícios quase que exclusivos de seus *Stakeholders*. Não sendo viáveis ou não existindo recursos para recuperação, elas devem ser liquidadas sem demora, sob risco de contágio aos demais *Stakeholders*.

Os acionistas, na condição de beneficiários diretos da proteção judicial conferida pela RJ, deveriam de algum modo demonstrar ter capacidade econômica para contribuir na recuperação da empresa, e mais, entregarem de fato recursos próprios, como sua cota-parte, visto que hoje as empresas dependem de renegociação de dívidas e venda de ativos, quando esses existem, para alavancar o seu caixa.

Encontramos na literatura que trata de empresas em crise financeira e do processo de Recuperação Judicial trabalhos que abordam outros aspectos que não o da distribuição de valor aos *Stakeholders*, de modo que o presente estudo traz contribuições importantes para melhor entendimento das relações e das estratégias adotadas pelas empresas no esforço de se recuperarem financeiramente.

A pesquisa contribui para o entendimento do processo de RJ, especialmente quanto à questão do mecanismo de distribuição de valor, abrindo um campo de estudo, ao menos para as pesquisas realizados no campo da Ciência da Administração, considerando que o tema RJ é objeto de inúmeros trabalhos na área jurídica.

A pesquisa tem limitações quanto ao acesso de dados das empresas referentes a período anterior ao do pedido de RJ e igualmente em relação à sequência do próprio processo a partir da data da apresentação do PR, o que não permitiu sequer conhecer o tipo de gestão efetivamente adotada pela empresa, ou mesmo se as propostas foram aceitas, e qual o resultado obtido pela empresa: se ela se recuperou efetivamente ou não.

Para o futuro, como quase metade das empresas que pediram RJ em 2010 ainda não tiveram sua situação resolvida, mostra-se interessante a realização de estudo com objetivo de identificar as causas do sucesso ou do fracasso do processo de RJ.

### Referências

- Abbnano, N. (1970). *Dicionário de Filosofia*. São Paulo: Mestre Jou.
- Bardin, L. (2011). *Análise de conteúdo*. São Paulo: Almedina Brasil.
- Barney, J. (2011). *Gaining and sustaining competitive advantage*. (4th ed.) Upper Saddle River, NJ: Pearson Education, Inc.
- Berman, S., Wicks, A., Kotha, S., & Jones, T. (1999). Does *stakeholder* orientation matter? The relationship between *stakeholder* management models and firm financial performance. *Academy of Management Journal*, 42, 488-506. <http://dx.doi.org/10.2307/256972>.
- Boaventura, J. (2013). *Dominância de stakeholders em empresas Brasileiras: contribuição a teoria dos stakeholders* (Tese de Livre Docência). Universidade de São Paulo – USP. São Paulo Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/12/tde-17122013-090933/pt-br.php>.
- Boaventura, J., Sarturi, G. & Seravalli, C. (2015). Afinal. O que é distribuir valor para os *stakeholders*? *Revista da Administração da UFSM*. (8a ed.). Especial ENGEMA, 92-113.
- Boesso, G. & Michelon, G. (2011). The effects of *stakeholders* prioritization on corporate financial performance: An empirical investigation. *International Journal of Management*, 27(3), 470-496, 2010.
- Bosse, D., Phillips, R. & Harrison, J. (2009). *Stakeholders*, reciprocity and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30, 447-56. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1002/smj.743>.

- Choi, J. & Wang, H. (2009). Research notes and commentaries *stakeholders* relations and the persistence of corporate financial performance. *Strategic Management Journal*, 30, 895-907.
- Clarkson, M. (1995). A *stakeholder* framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *Academy of Management Review*, 20(1), 92-117.
- Donaldson, T. & Preston, L. E. (1995). The *stakeholder* theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20, 65-91.
- Freeman, R. E. (1984). *A stakeholder approach to strategic management*. New York: Cambridge University Spress.
- Freeman, R. E. (1994). The politics of *stakeholder* theory: Some future directions. *Business Ethics Quarterly*, 4, 409-21. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2307/3857340>.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S. & Wicks, A. C. (2007). *Managing for stakeholders: survival, reputation, and success new raven*. New Haven, Connecticut: Yale University Press.
- Freeman, R. E. & McVea, J. (2001). A *stakeholder* approach to strategic management. *Handbook of Strategic Management*. Oxford: Blackwell Publishing.
- Freeman, R. E., Harrison, J., Wicks, A., Parmar, B. & Colle, S. (2010). *Stakeholder theory: The state of the art*. New York: Cambridge University Press.
- Freeman, R. E., Wicks, A. & Parmar, B. (2004). *Stakeholder* theory and "the corporate objective revisited". *Organization Science*, 15, 364-369.
- Friedman, M. (1970, September). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13(32-33), 122-24.
- Gil, A. (2002). *Como elaborar projetos de pesquisa*. (4a ed.). São Paulo: Atlas.
- Gil, A. (2008). *Métodos e técnicas de pesquisa Social*. (6a ed.). São Paulo: Atlas.
- Harrison, J. S., Bosse, D. A., & Phillips, R. A. (2010). Managing for *stakeholders*, *stakeholders* utility functions, and competitive advantage. *Strategic Management Journal*, Strat. Mgmt. J., 31, 58–74.
- Harrison, J. S. & Wicks, A. C. (2013). *Stakeholders theory, value, and firm performance*. Cambridge: Business Ethics Quartely.
- Hausman, D. & McPherson, M. (2006). *Economic analysis, moral philosophy, and public policy* (2nd ed.). New York: Cambridge University Press.
- Hillman, A. & Keim, G. (2001). Shareholder value, *stakeholder* management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), 125–139.

- Hotchkiss, E. S., John, K., Mooradian, R. M. & Thorburn, K. S. Bankruptcy and the Resolution of Financial Distress. *Handbook of Empirical Corporate Finance*, 2, 235-287. North Holland: Espen Eckbo, 2008.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental *stakeholder* theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20, 404-37.
- Keysa, M. (2018). *Distribuição de valor para stakeholders e desempenho financeiro corporativo* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo – USP, São Paulo.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Recuperado de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm)
- Lind, E. & Tyler, T. (1988). *The social psychology of procedural justice*. New York / London: Plenum Press.
- Martins, G., & Theophilo, C. (2016). *Metodologia da investigação científica para Ciências Sociais Aplicadas* (3a ed.). São Paulo: Atlas.
- Mitchell, R., Bradley, R. & Donna, J. (1997). Toward a theory of *stakeholder* identification and salience: defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22 (4), 8.
- Phillips, R. (2003). *Stakeholder theory and organizational ethics*. San Francisco: Berrett-Koehler Publishers.
- Phillips, R., Freeman, R. E. & Wicks, A. C. (2003). What *stakeholder* theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4).
- Preston, L. & Sapienza, H. (1990). *Stakeholder* management and corporate performance. *Journal of Behavioral Economics*, 19(4), 361–375.
- Reynolds, S., Schultz, F. & Hekman, D. (2006). *Stakeholder* theory and managerial decision-making: Constraints and implications of balancing *stakeholder* interests. *Journal of Business Ethics*, 64(3), 285-301.
- Sachs, S. & Riihli, E. (2011). *Stakeholders matter: A new paradigm for strategy in society*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Sen, A. (1987). *On ethics & economics*. Blackwell Publishing.

- Simon, L. (1966). Industrial reciprocity as a business stratagem. *Industrial Management Review*, 7(2), 27–39.
- Sisodia, R., Wolfe, D. & Sheth, J. (2007). *Firms of endearment: How world-class companies profit from passion and purpose*. Wharton School Publishing: Upper Saddle River, NJ.
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. London: W. Strahan and T.
- Waddock, S. & Graves, S. (1997). The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18(4), 303–319.
- Wang, T. & Senbet, L. (2012). Corporate financial distress and bankruptcy: a survey. foundations and trends in finance. *Foundations and Trends in Finance*, 5(4). Boston: Now Publishers.
- Wicks, A. & Jones, T. (1999). Convergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24-206-21.
- Wruck, K. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 419-444.